

> 2023 年公司实现营收 22.54 亿元，同比增长 19.92%；归母净利润 1.48 亿元，同比减少 59.41%；扣非归母净利润 1.40 亿元，同比减少 60.98%。分季度来看，2023Q4 公司实现营收 7.50 亿元，同比增加 13.64%，实现归母净利润 0.14 亿元，同比-90.27%，环比-80.68%。

> **白银产量下滑，是公司业绩低于预期的主要原因。**2023 年公司铅/锌/银的金属产量分别为 1.35 万吨/2.48 万吨/145.09 吨，同比变化-7.97%/-8.54%/-28.53%，白银产量下降一方面来自于个别矿山采矿段金属品位下降；另一方面源于主力矿山金山矿业进行选矿技术改造，选矿量大幅下降。此外，2023 年公司缴纳权益金同比增加，子公司金业环保计提商誉减值等原因也拖累公司业绩。

> **产量下滑导致单位成本上升，期间费用率下降。**2023 年公司有色金属采选业务板块毛利率为 53.56%，同比变动-9.36pct，分产品来看，含银铅精粉/含银锌精粉/银锭的毛利率分别为 66.55%/38.43%/47.97%，同比变动-2.23%/-18.27%/-17.04%，全年铅/锌/银均价同比变化+3.64%/-0.86%/+13.35%，我们判断毛利率下滑主要源于矿山金属产量下滑和采矿入选品位下降，单位生产成本上升所致。公司全年销售/管理/财务费用分别为 0.01/2.54/0.69 亿元，同比变化-67.23%/+9.09%/-12.87%，财务费用降低，期间费用率 14.4%，同比-2.44pct。

> **坐拥国内优质白银资源，白银产能持续增长。**公司目前控股银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业、东晟矿业、德运矿业 6 家矿业子公司，白银储量近万吨，基于已有资源的勘探、开发，公司白银产能增长潜力充足：1) 东晟矿业拥有白银资源银金属量 556.32 吨，平均品位达到 284.9 克/吨，目前已经获得巴彦乌拉银多金属矿 25 万吨/年采矿项目同意书；2) 银都矿业于 2024 年 2 月完成矿产资源储量评审备案工作，后续有望进一步增加供矿量提升产能；3) 金山矿业技改有望在 2024 年 Q3 完成技改，降低选矿成本的同时，可保障矿山的生产能力至核准的生产规模 48 万吨/年；4) 德运矿业于 2024 年 2 月取得《采矿许可证》，证载规模为 90 万吨/年，后续建成后也可带来白银产能增量。

> **收购菜园子铜金矿，打造贵金属全面战略布局。**公司收购的鸿林矿业旗下主要资产菜园子铜金矿为中大型待产铜金矿，可研生产规模为 39.60 万吨/年。目前保有资源量金金属量 17.05 吨，平均品位 2.82 克/吨，铜金属资源量 2.9 万吨，平均品位 0.48%，预计满产后可实现年产量金约 1 吨，铜约 1716 吨，打造公司新的业绩增长点，从而完善公司贵金属领域的战略布局。

> **投资建议：**考虑到公司收购金矿赋予公司业绩新的增长点，且白银产能未来有增长潜力，上调业绩预测，预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 4.08/6.15/9.63 亿元，对应 pe 分别为 23/15/10 倍，维持“推荐”评级。

> **风险提示：**金属价格下跌，项目开发进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,254	1,860	2,605	3,410
增长率 (%)	19.9	-17.5	40.1	30.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	148	408	615	963
增长率 (%)	-59.4	175.8	50.6	56.7
每股收益 (元)	0.21	0.59	0.89	1.40
PE	63	23	15	10
PB	3.0	2.6	2.2	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
13.48 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,254	1,860	2,605	3,410
营业成本	1,533	860	1,105	1,251
营业税金及附加	161	112	163	221
销售费用	1	2	2	2
管理费用	254	242	352	429
研发费用	22	17	23	27
EBIT	281	628	961	1,480
财务费用	69	88	93	93
资产减值损失	-13	0	0	0
投资收益	55	28	58	70
营业利润	250	607	938	1,472
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	256	607	938	1,472
所得税	52	97	170	268
净利润	204	510	768	1,204
归属于母公司净利润	148	408	615	963
EBITDA	497	911	1,261	1,810

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	447	394	440	882
应收账款及票据	54	59	55	87
预付款项	34	19	23	27
存货	246	241	267	285
其他流动资产	998	1,023	1,234	1,467
流动资产合计	1,778	1,736	2,019	2,748
长期股权投资	712	835	898	970
固定资产	1,907	2,305	2,511	2,646
无形资产	1,347	1,643	2,011	2,511
非流动资产合计	4,772	5,374	5,875	6,483
资产合计	6,550	7,110	7,894	9,232
短期借款	752	752	752	752
应付账款及票据	472	385	433	478
其他流动负债	621	738	707	795
流动负债合计	1,845	1,875	1,891	2,024
长期借款	144	164	164	164
其他长期负债	653	653	653	653
非流动负债合计	797	817	817	817
负债合计	2,641	2,691	2,707	2,841
股本	129	129	129	129
少数股东权益	783	885	1,038	1,279
股东权益合计	3,909	4,419	5,187	6,391
负债和股东权益合计	6,550	7,110	7,894	9,232

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	19.92	-17.47	40.09	30.88
EBIT 增长率	-56.21	123.25	53.09	54.06
净利润增长率	-59.41	175.77	50.61	56.71
盈利能力 (%)				
毛利率	31.96	53.75	57.59	63.32
净利润率	9.04	27.43	29.49	35.31
总资产收益率 ROA	2.26	5.74	7.79	10.43
净资产收益率 ROE	4.73	11.55	14.82	18.84
偿债能力				
流动比率	0.96	0.93	1.07	1.36
速动比率	0.81	0.79	0.91	1.20
现金比率	0.24	0.21	0.23	0.44
资产负债率 (%)	40.33	37.85	34.30	30.77
经营效率				
应收账款周转天数	8.03	4.75	5.10	5.96
存货周转天数	58.54	102.37	88.29	83.07
总资产周转率	0.34	0.26	0.33	0.37
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.59	0.89	1.40
每股净资产	4.53	5.12	6.01	7.41
每股经营现金流	0.46	1.20	1.22	1.98
每股股利	0.08	0.08	0.08	0.08
估值分析				
PE	63	23	15	10
PB	3.0	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	20.13	11.06	7.96	5.30
股息收益率 (%)	0.56	0.56	0.56	0.56

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	204	510	768	1,204
折旧和摊销	216	284	300	330
营运资金变动	-247	39	-222	-153
经营活动现金流	315	830	839	1,364
资本开支	-289	-770	-734	-863
投资	-26	-143	-63	-73
投资活动现金流	-292	-848	-738	-866
股权募资	0	0	0	0
债务募资	366	20	0	0
筹资活动现金流	164	-35	-55	-55
现金净流量	187	-53	46	443

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026